

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见 通知书〉的回复报告》之专项核查意见

中国证券监督管理委员会：

本公司作为本次重组之合并方暨被分立方上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”）的独立财务顾问（以下简称“本独立财务顾问”），就相关问题发表专项核查意见如下（如无特别说明，本文件中所涉及的简称与重组报告书一致）：

一、申请材料显示，本次交易尚需获得商务部核准。请你公司补充披露上述批准程序的审批事项、审批进展情况，是否为本次重组的前置程序，如是，请补充提供批准文件。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《关于外商投资企业合并与分立的规定（2001年修订）》等相关法律法规规定并确认，由于本次合并双方上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”）和上海阳晨投资股份有限公司（以下简称“阳晨B股”）均为外商投资股份有限公司，本次交易相关事项需取得商务部门的批准及同意。

2015年12月17日，城投控股收到上海市商务委员会出具

的沪商外资批[2015]4451号文件通知，商务部已就本次交易相关事项出具商资批[2015]997号原则批复，请城投控股在中国证监会核准后及时推进实施本次交易，并在此次吸收合并及后续重组行为具体实施后，按照《关于外商投资企业合并与分立的规定（2001年修订）》等有关规定办理相关手续。

本次交易尚待取得中国证监会核准。本次交易项下吸收合并及后续重组在具体实施后按相关规定办理手续不属于中国证监会核准本次交易的前置条件。

综上所述，经核查，本独立财务顾问认为：本次交易已经履行商务部门的批准及同意程序，在取得中国证监会核准后可具体实施。本次交易具体实施后按相关规定办理手续不属于中国证监会核准本次交易的前置条件。

二、申请材料显示，本次交易由上海城投及/或国盛集团向城投控股除上海城投以外的全体股东提供两次现金选择权。请你公司补充披露，上海城投提供现金选择权是否触发上海城投的要约收购义务。如是，是否存在《上市公司收购管理办法》第六十二条、第六十三条规定的豁免要约收购义务情形，或履行要约收购义务的安排。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《上市公司收购管理办法（2014年修订）》的相关规定，并核查了重组各方《换股吸收合并协议》

中对城投控股目标股东现金选择权的约定以及上海城投与国盛集团各自出具的《关于提供现金选择权的声明、确认及承诺函》，对城投控股在《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉的回复报告》（以下简称“回复报告”）中补充披露的内容进行了复核与验算：若城投控股第一次现金选择权项下有效申报行使现金选择权的股份数量超过 159,750,470 股，及/或第二次现金选择权项下有效申报行使现金选择权的股份数量与有效申报行使第一次现金选择权的股份数量累计超过 164,642,390 股，则上海城投因提供现金选择权而增持城投控股股份将履行要约收购义务。上海城投也已作出承诺，本次交易中若因提供现金选择权而增持城投控股股份并需要履行要约收购义务的，将根据《上市公司收购管理办法（2014 年修订）》的有关规定，向城投控股届时全体股东发出全面要约，并根据适用法律的规定及要求编制要约收购报告书、履行信息披露义务及其他相关程序。

此外，本独立财务顾问亦查阅了上海城投及国盛集团截至 2015 年 9 月 30 日末/2015 年三季度财务报表，上海城投和国盛集团母公司口径的账面货币资金均超过了其作为本次交易现金选择权提供方应承担的现金选择权对价上限，具备足够资金实力支付此次对价。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：上海城投若因提供现金选择权而增持城投控股股份并触发要约收购义务，上海城投承诺将根据相关法律法规履行相应的要约收购义务，符合《上市公司收购管理办法（2014 年修订）》的相关规定及要求。

三、请你公司：1) 补充披露本次交易吸收合并及分立定价依据及合理性，对上市公司和中小股东权益的影响。2) 结合以往吸收合并案例，补充披露本次交易中现金选择权价格与换股价格差异较大的合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅重组各方签订的《换股吸收合并协议》、城投控股和阳晨 B 股股东大会决议，以及本次交易相关估值机构出具的合并及分立《估值报告》等文件，并对城投控股及阳晨 B 股在回复报告中补充披露的股票指数涨幅、历史交易价格、可比公司数据、可比交易数据进行了复核与验算。

本次合并的换股比例系由合并双方在以相关股票于首次董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价作为市场参考价的基础上，综合考虑历史股价、经营业绩、市值规模等因素，经公平协商而定；换股价格较历史交易价格的溢价水平超过或接近对应期间的股票指数涨幅及可比公司股价涨幅，也显著高于可比交易中的换股价格溢价水平，保护了双方上市公司股东的利益，具有公允性和合理性。

而本次分立系基于分立前城投控股（合并后的存续主体）市值与分立后存续方、上海环境集团股份有限公司（以下简称“上海环境”，系上海环境（集团）有限公司（以下简称“环境集团”）因本次分立而变更为股份有限公司并上市）市值之和相等的原

则，确定城投控股（存续方）和上海环境（亦即本次分立的分立主体）的发行价格，即于分立上市日上海环境的发行价格，以及城投控股（存续方）的复牌交易价格，与本次分立实施前最后一个交易日城投控股的收盘价格一致。本次分立后，城投控股（存续方）和上海环境的交易价格由市场决定。考虑到本次分立上市后，城投控股（存续方）和上海环境股东参考全部权益价值区间均位于各自可比上市公司的平均估值水平，因此具备合理性，未发现存在损害分立双方及其股东利益的情况。

关于本次交易中现金选择权价格与换股价格差异较大的原因，考虑到本次交易意在鼓励城投控股和阳晨 B 股的中小股东参与换股，共享存续方及分立主体在本次交易完成后因融资能力提升、业务规模扩大及跨越式战略发展等带来的经营成果，按照市场惯例，现金选择权价格较换股价格有一定程度的折价。此外，根据与两家上市公司的历史价格比较，城投控股与阳晨 B 股现金选择权价格与停牌前的历史股价相比，均有较大幅度的溢价，也显著高于其他换股吸收合并案例中合并方和被合并方的现金选择权溢价水平，具有公允性和合理性。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、本次合并的定价公允、合理，未发现存在损害交易双方及其股东利益的情况；本次分立上市城投控股（存续方）和上海环境定价公允、合理，未发现存在损害分立双方及其股东利益的情况。2、本次交易现金选择权价格综合考虑了交易双方的历史交易价格、换股价格及可比交易案例，符合市场操作惯例，具有公允性和合理性。

四、申请材料显示，城投控股员工劳动关系保持不变；合并交割日后，阳晨 B 股的全体在册员工将由环境集团予以统筹及妥善安排。请你公司结合承接主体的资金实力、未来经营稳定性等情况，补充披露：1) 员工安置的具体安排，包括但不限于承接主体、安置方式等内容。2) 如有员工主张偿付工资、福利、社保、经济补偿等费用或发生其他纠纷，承接主体是否具备职工安置履约能力。3) 如承接主体无法履约，上市公司是否存在承担责任的风险。如存在，拟采取的解决措施。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问核查了《换股吸收合并协议》以及重组各方职工大会或职工代表大会决议和具体员工安置方案，查阅了《劳动合同法》、《劳动合同法实施条例》等相关规定，认为本次交易中的员工安置方案符合相关法规要求。

本独立财务顾问进一步查阅了经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“普华永道”）审计的环境集团历史三年及一期审计报告，并结合待安置员工薪资水平、福利待遇等具体情况，认为环境集团具备职工安置的履约能力。

就可能出现的承接主体无法履约的风险，上海城投已出具承诺，将以现金方式承担及补偿因员工安置所涉问题给环境集团、城投控股造成的任何经济损失或实际支出。因此，承继主体履行

本次交易项下有关职工安置具备切实可行的保障措施，风险相对可控。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、本次交易中，员工安置的具体安排符合《换股吸收合并协议》，以及《劳动合同法》、《劳动合同法实施条例》等相关规定；2、承接主体具备履行相关职工安置的资金实力及履约能力；3、承继主体履行本次交易项下有关职工安置具备切实可行的保障措施。

五、申请材料显示，本次合并涉及阳晨 B 股债权债务的转移。城投控股、阳晨 B 股已履行债权人通知和公告程序，将应债权人的要求依法清偿债务或者提供相应的担保。请你公司补充披露：1) 截至目前的债务总额、取得债权人同意函的最新进展。2) 未取得债权人同意函的债务中，是否存在明确表示不同意本次重组的债权人。如有，其对应的债务是否在合理期限内偿还完毕。3) 是否存在银行等特殊债权人并取得其出具的同意函。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问核查了城投控股及阳晨 B 股各自取得的债权人（包括全部金融机构债权人）回函、刊载于《上海证券报》的债权人公告等内容，并查阅了城投控股中期票据持有人会议决议文件，对城投控股及阳晨 B 股在回复报告中补充披露的负债总额、取得债权人回函的债务金额及占比数据进行了复核与验算。

经核查，本独立财务顾问认为：1、城投控股和阳晨 B 股已经按照法律法规的相关规定，履行了本次重组的债权人通知及公告的相关程序；2、截至本核查意见签署日，城投控股和阳晨 B 股取得主要债权人回函涉及各自母公司债务金额（扣除相关应付款项）的占比分别为 88.53%和 88.76%，且未收到任何债权人要求清偿债务或提供相应担保的要求，也不存在明确表示不同意本次重组的债权人；3、城投控股及阳晨 B 股就本次交易已取得相关银行及债务融资工具等特殊债权人的同意。

六、申请材料披露了本次重组的人员安置、债权债务处置情况。请你公司补充披露阳晨 B 股法人主体注销对其生产经营的影响，包括但不限于资质申领、资产权属的变更、合同变更等，相关权利义务的变更是否存在法律障碍。如涉及共有人的，是否取得共有人同意。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

资质申领方面，本独立财务顾问查阅了《国务院关于取消和下放一批行政审批项目的决定》（国发[2014]5号）及环境保护部办公厅《关于改革环境污染治理设施运行许可工作的通知》（环办[2014]31号）等相关规定。截至本核查意见签署日，阳晨 B 股的子公司均已依法取得与主营业务有关的经营资质或许可且该等经营资质或许可均在有效期内。本次交易完成后，阳晨 B 股的子公司仍有效存续（股东发生变更），其业务资质或经营许可不涉及变更、补办或承继等情形。

资产权属变更方面，本独立财务顾问查阅了阳晨 B 股名下的土地使用权证、房屋所有权证及知识产权证书等文件，核查了阳晨 B 股下属控股子公司的其他股东出具的放弃优先购买权的书面函件，以及阳晨 B 股所属专利共有人出具的书面说明，未发现阳晨 B 股的房屋所有权、土地使用权、知识产权及股权投资等资产权属变更存在实质性法律障碍，并已取得相关财产共有人的确认及同意。

在合同变更方面，本独立财务顾问查阅了阳晨 B 股正在履行的借款合同及重大业务合同、已解除的担保合同对应的还款凭证，核查了前述借款合同项下的债权人、前述重大业务合同项下相关方出具的书面文件，未发现该等合同项下的权利、义务的承继及履行存在实质性法律障碍。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：阳晨 B 股已就本次交易项下本次合并涉及的相关资质申领、资产权属变更和合同变更等事宜取得了有关财产共有人的确认及同意，未发现相关权利义务的变更存在实质性法律障碍，且未发现阳晨 B 股的主体注销会对有关生产经营产生重大不利影响。

七、申请材料显示，阳晨 B 股主营业务为城市污水处理，环境集团主要从事城市生活垃圾处理，包括城市生活垃圾焚烧发电、填埋与中转运输。本次合并项下，阳晨 B 股的全部资产、负债等将由环境集团承继和承接。请你公司：1) 结合业务协同效应，补充披露环境集团现有业务与阳晨 B 股业务未来开展计

划、定位及发展方向。2) 补充披露本次交易在业务、资产、财务、人员、机构等方面的整合计划、整合风险以及相应管理控制措施。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了环境集团、阳晨 B 股提供的文件资料，并与两家公司以及上海城投的相关负责人员进行了访谈。相关方已就上海环境未来的业务发展规划、定位及发展方向进行了明确的规划。本次交易完成后，上海环境将致力于打造具有综合服务能力和行业领先地位的城市环境整体解决方案提供商。

此外，相关方也已就本次交易在业务、资产、财务、人员、机构设置等方面的整合制定了具体计划，对潜在的业务整合失败风险、管理经验不足风险、人员稳定性风险等提出了切实可行的管理控制措施。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、本次交易完成后，上海环境将整合环境集团和阳晨 B 股的现有业务，充分发挥协同效应，上海环境的未来发展规划、定位及发展方向明确，具备可行性；2、上海环境已经在业务、资产、财务、人员、机构设置等方面制定了明确的整合计划，并针对可能出现的主要风险点提出了切实可行的管控措施。

八、申请材料显示，本次分立将基于分立前城投控股市值与分立后存续方、上海环境市值之和相等的原则，确定城投控股和

上海环境的复牌交易价格和发行价格，按 **1:0.782637** 和 **1:0.217363** 的比例将合并完成后城投控股总股本分为存续方股本和上海环境股本。请你公司结合《公司法》等法律法规，补充披露分立定价、分立主体股份取得方式的合规性。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《公司法》、《关于外商投资企业合并与分立的规定（2001年修订）》及《关于做好公司合并分立登记支持企业兼并重组的意见》等法律法规并核查了本次交易的具体方案，认为本次分立的股本设置原则符合有关规定；鉴于相关法律法规及其他规范性文件均未对分立后各公司注册资本的具体划分予以明确或要求，本独立财务顾问认为本次分立项下存续方和分立主体的股本划分按照存续方和分立主体截至2015年3月31日经审计的备考归属于母公司所有者权益的比例进行确定，符合市场惯例及通常操作。

关于分立主体取得股份方式的合规性，作为本次分立的分立主体，于本次合并生效及实施后，环境集团的全部股权将由本次分立实施股权登记日收市后在登记结算公司登记在册的城投控股全体股东按其届时持有城投控股的股份比例取得，与此同时环境集团转为股份有限公司（即上海环境）；根据本次分立的有关安排及上市公司实施分立的法律结果，于分立实施日，上海环境的全体股东及其持有上海环境的股权比例将与分立前城投控股（合并后的存续主体）的全体股东及该等股东持有城投控股的股

份比例保持一致。因此，在本次交易取得中国证监会等有权主管部门核准或批准后，通过实施本次分立，分立前城投控股（合并后的存续主体）股东按其持股比例取得分立主体股权的安排合法及公允。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、未发现本次分立的定价原则存在违反《公司法》等法律法规的情形；2、在本次交易取得中国证监会等有权主管部门核准或批准后，通过实施本次分立，分立前城投控股（合并后的存续公司）股东按其持股比例取得分立主体股权的安排具有公允性和合理性。

九、申请材料显示，分立方案中，负债划分遵循“负债随资产及业务划分”的原则，存续方和分立主体对彼此债务互不承担连带责任。请你公司补充披露债务划分方案是否已与债权人达成书面协议，是否符合《公司法》第一百七十六条的规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问核查了相关决议文件中对于本次分立的具体描述，就资产而言，城投控股直接分立环境集团 100% 股权；就负债而言，除环境集团自身所有负债由分立主体承担外，城投控股其他所有负债均由城投控股（存续方）承担，即本次分立不涉及城投控股本部负债的划分，城投控股（存续方）（即被分立方）和分立主体的各自债务均独立存在，双方各自作为当事方及

签署方的合同项下权利及义务主体、履行方式等均不因本次交易而发生变化，即不存在需要城投控股（存续方）和分立主体对彼此债务承担连带责任的情形。而且，城投控股及环境集团均已取得各自的债权人（包括全部金融机构债权人）回函，城投控股及环境集团均已召开中期票据持有人会议审议通过本次重组的债权人保护方案，并履行了债权人公告和通知程序。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、本次分立不涉及城投控股本部负债的划分，城投控股（存续方）和分立主体的各自债务均独立存在，双方各自作为当事方及签署方的合同项下权利及义务主体、履行方式等均不因本次交易而发生变化，即未发现存在需要城投控股（存续方）和分立主体对彼此债务承担连带责任的情形；2、本次分立双方已根据《公司法》等规定履行债权人通知及公告程序，对相关债务处置有明确及切实可行的方案及措施，并取得绝大部分债权人（包括全部金融债权人）的书面确认函，未发现存在违反《公司法》第一百七十六条相关规定的情形。

十、申请材料显示，报告期内环境集团及其子公司报告期内曾受到行政处罚。请你公司补充披露：1）环境集团及其子公司是否存在其他应当披露的行政处罚事项。2）本次交易是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第二十五条第（二）项的有关规定，并补充提供处罚机关证明文件。3）本次交易完成后上市公司合法合规运营的制度保障措施。请独立财务顾问和律师

核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问核查了相关处罚机关出具的处罚决定书以及开具的相关证明文件，查阅了城投控股及环境集团的相关制度性文件，并根据环境集团出具的说明及确认，截至本核查意见签署日，除已经披露的内容外，环境集团于报告期内不存在其他应当披露的行政处罚事项。对于报告期内环境集团下属子公司存在被安监部门处罚的情形，处罚机关已出具复函证明，所涉及的行政处罚不属于重大事故的行政处罚，且环境集团和事故单位已经进行了全面整改及规范，并经安监机关验收及确认；对于报告期内环境集团和阳晨 B 股存在被环保部门处罚的情形，相关受处罚情形因处罚金额较小、且相关公司已经缴纳罚款并按照监管部门的要求完成了相应整改，因此未发现上述处罚会对本次交易产生重大不利影响。城投控股和环境集团也已制定一系列内部管理制度，在确保相关措施落实有效的前提下，能够保障本次交易后上市公司及其各子公司的规范运营。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、环境集团及其子公司报告期内的行政处罚已在重组报告书中进行了披露，除已披露情形之外，未发现环境集团及其子公司于报告期内存在其他应当披露的行政处罚；2、鉴于环境集团和阳晨 B 股报告期内的行政处罚涉及罚款金额较小，相关公司已缴纳罚款并采取相应措施予以整改，并结合对有关政府主管部门的走访沟通及相关政府主管部门出具的说明函等事实情况，未发现上述处罚会对环境集团

的业务经营产生重大不利影响，本次交易符合《首次公开发行股票并上市管理办法》（以下简称《首发管理办法》）第二十五条第（二）项的有关规定；3、城投控股和环境集团已经根据相关规范性文件制定了内部管理制度，在确保相关措施落实有效的前提下，能够保障本次交易后上市公司及其各子公司的规范运营。

十一、申请材料显示，环境集团的董事、高级管理人员最近三年没有发生重大变化。请你公司补充披露环境集团最近三年董事、高级管理人员变动情况，以及是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了环境集团以及单一控股股东城投控股提供的人员任免的相关文件资料，并通过访谈了解了环境集团于2010年引入外方股东以及2014年外方股东退出的事件背景，认为环境集团的董事、高级管理人员报告期内发生多次变动的主要原因系原外资股东 Wheelabrator China Holdings, Limited 退出、国有企业的内部人事调整及变动和相关人员的离退休等，均属正常人事变动；结合环境集团自2008年起作为城投控股的并表范围内子公司而严格遵循上市公司相关运作规范及要求等客观及事实情况，上述董事及高级管理人员的变动未导致环境集团实际控制人的变化，亦未导致环境集团主营业务的重大变化，也未对环境集团的持续稳定经营及财务状况造成不利影响。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：上述董事及高级管理人员变动均属正常人事变动，未导致环境集团实际控制人的变化，亦未导致环境集团主营业务的重大变化，也未对环境集团的持续稳定经营及财务状况造成不利影响，未发现存在违反《首发管理办法》第十二条规定的情形。

十二、申请材料显示，分立主体存在关联方资金拆借(拆出)，关联方佛山威立雅垃圾填埋处理有限公司、北京威立雅污水处理有限责任公司为“对分立主体之子公司施加重大影响的投资方之子公司”。请你公司补充披露：1)分立主体与上述关联方的关联关系，以及上述情形是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第二十七条的规定。2)防止控股股东、实际控制人及其关联方资金占用相关制度的建立及执行情况。请独立财务顾问、律师和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《上海证券交易所股票上市规则（2014年修订）》对于上市公司关联方认定的有关规定、城投控股《公司章程》、《关联交易管理制度》及《独立董事工作制度》等内控制度及规章、分立主体备考审计报告、涉及关联交易的环境集团董事会决议等文件，并通过访谈了解分立主体产生关联方资金拆出的具体原因，认为佛山威立雅垃圾填埋处理有限公司、北京威立雅污水处理有限责任公司共同的控股股东威立雅环境服务中国有限公司对分立主体控股子公司环城公司可施加重大

影响，因而构成相互之间的关联关系。但涉及的资金借贷系环城公司以其部分闲置资金通过委托贷款方式按股权比例向其全体股东（环境集团及威立雅环境服务中国有限公司之全资子公司）贷出，用以盘活闲置资金，增加资金管理效益。而威立雅环境服务中国有限公司之全资子公司并不属于分立主体控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，故并不存在分立主体资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业占用的情形。

此外，城投控股已建立防止控股股东、实际控制人及其关联方资金占用的相关制度及措施并能有效执行；本次交易完成后，上海环境也将作为上市公司，按照《上市规则》等规范性文件的要求，建立及完善公司治理及内控制度，并严格执行关联交易的审批、信息披露程序，防止控股股东、实际控制人及其关联方的资金占用。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、分立主体与其关联方佛山威立雅垃圾填埋处理有限公司、北京威立雅污水处理有限责任公司之间的资金借贷不存在违反《首发管理办法》第二十七条规定的情形；2、城投控股已建立防止控股股东、实际控制人及其关联方资金占用的相关制度及措施并能有效执行；本次交易完成后，上海环境作为上市公司，也将按照《上市规则》等规范性文件的要求，建立及完善公司治理及内控制度，并严格执行关联交易的审批、信息披露程序，防止控股股东、实际控制人及其关联方的资金占用。

十三、申请材料显示，报告期内，环境集团、阳晨 B 股与部分客户、供应商存在关联关系（受同一最终控制方控制）。请你公司结合上述情形，补充披露：1）分立主体业务是否具有独立性，环境集团、阳晨 B 股是否对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖。2）分立主体是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十九条的规定。请独立财务顾问和律师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问结合阳晨 B 股、环境集团提供的文件资料与说明及确认，鉴于阳晨 B 股对上海市城市排水有限公司的关联销售具有其存在的行业特殊性及其客观性，以及其他关联交易的金额占营业收入或营业成本的比重较小等原因，认为环境集团、阳晨 B 股于报告期内均未对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖，因此，本次交易完成后分立主体亦不会对其届时的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖，具有业务经营的独立性。

经核查，本独立财务顾问认为：环境集团、阳晨 B 股于报告期内均未对存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业有重大依赖；分立主体的业务独立于存续方、控股股东和实际控制人及其控制的其他企业，不存在违反《首发管理办法》第十九条的情形。

十四、请你公司：1）按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》的要求，在重组报告书“交易标的”章节补充披露分立主体的前五大客户、前五大供应商、主要产品及服务、经营模式等信息，在“管理层讨论与分析”章节进一步补充披露环境集团的财务状况、盈利能力分析，及分立主体的财务状况、盈利能力分析。2）按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》的要求，补充提供环境集团报告期财务报表及分立主体的内部控制鉴证报告。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了城投控股及阳晨 B 股此次补充披露及提供的内容，符合《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2014 年修订）》和《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 1 号——招股说明书》的相关要求。

关于分立主体的内部控制鉴证报告，根据普华永道就本次反馈回复出具的专项意见，鉴于现有法律法规及规范性文件对于分立后模拟主体的内部控制审计目前尚无相关规定，环境集团已承诺在本次合并及分立完成后、分立主体上市前，聘请具有证券资格的会计师事务所对分立主体的内部控制有效性发表意见，并按照相关规范和指引的要求出具内部控制鉴证报告。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：上市公司已按照相关

格式准则的要求补充披露了分立主体和环境集团的相关内容，并且补充提供了环境集团报告期财务报表；鉴于对于本次分立后模拟主体的内部控制审计目前尚无相关规定，环境集团承诺在本次合并及分立完成后、分立主体上市前，聘请具有证券资格的会计师事务所对分立主体的内部控制有效性发表意见，并按照相关规范和指引的要求出具内部控制鉴证报告。

十五、请你公司按照《企业会计准则》及我会相关规定，进一步完善申报材料财务报表附注中应收账款、营业收入等方面的信息。请独立财务顾问核查、会计师自查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《企业会计准则》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）等法律法规，并核查了补充申报材料中由普华永道出具的《关于 152858 号反馈意见通知书中提出的进一步完善申报材料财务报表附注中应收账款、营业收入等方面的信息所作的答复的说明》，认为此次补充披露分立主体按欠款方归集的余额前五名的应收账款的明细以及主营业务收入按地区分类的明细符合相关规定。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：此次补充披露的信息符合《企业会计准则》以及中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）

的相关规定。

十六、请你公司：1) 结合 BOT 项目具体情况及成本费用归集情况，补充披露报告期环境集团营业收入持续下降、净利润大幅上升的原因及合理性。2) 补充披露环境集团报告期各 BOT 项目产能利用率波动较大的原因。3) 结合业务拓展、未来战略规划、市场竞争、核心竞争力等，补充披露分立主体的未来持续盈利能力。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了环境集团提供的业务与财务资料，并对补充披露的数据进行了复核和验算。报告期内环境集团营业收入下降、净利润上升的原因主要是油品销售业务于 2013 年 8 月剥离所致，也存在建成的 BOT 项目转入正式运营，承包及设计规划业务的发展以及 BOT 有关利息收入随着 BOT 项目增加投入（包括新的 BOT 项目开工建设和在建项目持续投入）而增长等推动因素。报告期内各 BOT 项目产能利用率波动较大的原因均与其实际运营情况有关，补充披露的内容符合事实情况。

此外，结合未来上海环境在业务拓展、战略规划、市场竞争、核心竞争力方面的发展规划以及固废处理业务和污水处理业务之间的协同效应，本次交易完成后上海环境将具备较强的持续盈利能力。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：1、报告期内环境集

团营业收入下降、净利润上升主要是因为油品销售业务于 2013 年 8 月剥离等因素所致，也存在建成的 BOT 项目转入正式运营，承包及设计规划业务的发展以及 BOT 有关利息收入随着 BOT 项目增加投入（包括新的 BOT 项目开工建设和在建项目持续投入）而增长等推动因素，具有合理性；2、报告期各 BOT 项目产能利用率波动较大具有一定客观原因，公司补充披露的情况符合事实情况；3、本次交易完成后，上海环境将充分发挥固废处理业务和污水处理业务的协同效应，具备较强的持续盈利能力。

十七、请你公司结合环境集团经营业绩及同行业上市公司同类业务的比较分析，补充披露环境集团报告期毛利率持续上升的原因及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了环境集团提供的业务与财务资料，对补充披露的毛利率数据及可比公司数据进行了复核与验算。报告期内环境集团毛利率水平的提升，一方面系因为毛利率水平相对较低的油品销售业务于 2013 年 8 月被剥离置出，另一方面系由于 2014 年度 BOT 利息收入大幅增加以及部分垃圾焚烧项目结算电价上调所致。通过与可比上市公司同类业务的毛利率水平比较可知，2014 年度及 2015 年 1-6 月环境集团环保业务（包含 BOT 利息收入）的毛利率水平与可比公司基本一致。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：报告期内环境集团综合毛利率水平的上升一方面系由于油品销售业务置出，另一方面

因为 BOT 利息收入大幅增加、部分垃圾焚烧项目结算电价调涨带来环保业务（包含 BOT 利息收入）的毛利率水平提升，已上升至可比上市公司同等水平且基本稳定，具有一定合理性。

十八、申请材料显示，本次交易估值报告基准日与上市公司股票停牌日间隔时间较长。请你公司补充披露上述事项对本次交易换股作价的影响，并说明作价的合理性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《换股吸收合并协议》、经城投控股和阳晨 B 股股东大会审议通过的本次交易方案，以及本次交易相关估值机构出具的合并《估值报告》等文件，并对补充披露的股票指数涨幅、历史交易价格、可比公司数据、可比交易数据进行了复核与验算，对市场可比吸并案例进行了分析。

本次交易中城投控股、阳晨 B 股的换股价格分别给予了相对其各自停牌前 20 日均价 116.44%、117.40% 的溢价，主要是考虑了 2014 年 10 月 31 日至 2015 年 6 月 17 日停牌期间资本市场的变化情况以及可比公司上涨因素对于换股价格的影响；若无上述溢价，停牌期间资本市场的整体上涨或将对上市公司股东造成不合理的损失；以及市场可比案例亦均选择贴近董事会审议通过交易方案的时点作为估值或分析估值合理性的时点等。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：由于两家上市公司停

牌时间相对较长，本次交易估值基准日存在与上市公司股票停牌日间隔时间较长的情况，但考虑到停牌期间上海主板市场及可比上市公司的整体的估值水平上涨幅度较大，本次交易中城投控股的换股价格给予相对于停牌前 20 日均价 116.44%溢价，阳晨 B 股的换股价格给予相对于停牌前 20 日均价 117.40%溢价是合理的。未发现停牌时间较长的情况对本次交易最终确定的换股价格产生不利影响，也未发现上述情况影响本次交易定价的合理性。

十九、请你公司补充披露：1）本次交易估值报告中具体估值方法的选取原因，是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。2）以市盈率作为参考估值指标时，选取的可比公司的可比性。请独立财务顾问核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了本次交易相关估值机构出具的合并及分立《估值报告》，并对其中估值方法的选取原因以及可比公司的筛选过程进行了复核。

由于本次交易合并对象为上市公司，在合并完成之前，受上市监管及商业保密限制不能提供更为详细的财务资料及未来盈利及现金流预测；而且，由于本次换股吸收合并双方分别为上交所 A 股和 B 股上市公司，公布其未来盈利及现金流预测可能会引起股价异动，增加本次合并成功的不确定性，因此，本次交易因缺乏相关的可靠的财务预测数据，无法使用收益法进行估值分

析，故而采用可比公司法和市场法（可比交易法）契合本次交易的实际情况，已经考虑了交易双方作为上市公司以及本次交易背景和目的，估值合理、定价公允，且独立董事发表了独立意见并单独披露，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定。此外，本次交易选取市盈率作为参考估值指标时，重点关注并以具有相似业务的上市公司估值为基础以判断标的公司估值倍数的合理性，选取的城投控股、阳晨 B 股、城投控股（存续方）及上海环境可比上市公司均已在最大程度上接近各自的行业特点与业务特性，具有一定的可比性。

综上，经核查，本独立财务顾问认为：本次交易采用的可比公司法和可比交易法的估值方法是契合公司实际情况的，已经考虑了交易双方作为上市公司以及本次交易背景和目的，符合《上市公司重大资产重组管理办法》第二十条的规定，估值方法选取适当；以市盈率作为参考估值指标时，估值选取的可比上市公司已经在最大程度上接近交易双方的业务特性，具有一定的可比性。

二十、请你公司：1）补充披露环境集团的应收账款账龄分析情况及其可回收性。2）结合应收账款应收方情况、期后回款情况、向客户提供的信用政策以及同行公司情况，补充披露环境集团应收账款坏账准备计提的充分性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了环境集团提供的财务资料，并对相关财务负责人员进行了访谈，环境集团应收账款的客户主要为政府环卫部门或其指定单位以及国家电网等，集中度较高且一直以来信誉度较好；从账龄来看大部分将在一年内到期，因此不存在重大回收风险。此外，结合环境集团的信用政策及其与同行业公司比较、报告期内历年应收账款的期后回款情况以及未收回应收账款余额的构成判断，环境集团已经按要求充分计提了应收账款坏账准备。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：环境集团应收账款的客户信誉度相对较高且主要为一年以内到期的应收账款，无重大回收风险；环境集团已经按照《企业会计准则》及环境集团的信用政策的有关规定充分计提了应收账款坏账准备。

二十一、申请材料显示，报告期分立主体非经常性损益占净利润的比重分别为 77.41%、50.55%、23.05%和 9.03%。请你公司补充披露：1) 上述非经常性损益确认依据及合理性。2) 非经常性损益是否具有持续性及对分立主体未来经营业绩的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》（2008）的相关规定，以及分立主体的审计报告、非经常性损益专项说明等文件，分立主体列

示为非经常性损益的项目与前述规定中的定义相符合；而且结合目前国家对环保产业的支持态度以及对提高环保产业运行标准的政策导向判断，分立主体未来获得计入非经常性损益的政府补助可能性较大，具有一定持续性，但对外委托贷款取得的损益为偶发性。整体而言，报告期内分立主体的净利润以及扣除非经常性损益后的净利润均随着主营业务的发展而逐步提升，非经常性损益占净利润的比重逐年下降。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：分立主体非经常性损益符合中国证监会《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》（2008）的相关规定，具备合理性，未发现对分立主体的未来经营业绩产生重大不利影响。

二十二、请你公司补充披露报告期分立主体递延收益确认时点、依据及合理性。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了《企业会计准则解释第2号》、《企业会计准则第16号-政府补助》等相关规定，以及环境集团提供的财务资料，对分立主体的递延收益明细进行了逐项核查，认为分立主体递延收益主要涉及的BOT项目财政专项扶持款、科技专项资金、分布式供能系统和燃气空调发展专项款等的确认时点、确认依据符合相关会计准则的规定，相应的会计处理是合理的。

因此，经核查，本独立财务顾问认为：报告期分立主体递延收益确认符合会计准则等相关规定，相关会计处理是合理的。

二十三、请你公司补充披露本次交易相关的税务处理原则、相关税费承担方、承担方式及对分立后存续主体和分立主体的影响。请独立财务顾问和会计师核查并发表明确意见。

答：

本独立财务顾问查阅了本次交易涉税的多项法律法规，咨询了专业税务机构的专项意见，并认为：根据现行相关法规，本次交易涉及的契税、营业税、增值税、土地增值税等原则上均符合不征或免征条件，应缴印花税额预计较小，对分立后存续主体和分立主体不会产生重大不利影响。企业所得税方面，本次交易的税收处理应根据国家税务总局《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税[2009]59号）以及《国家税务总局关于企业重组业务企业所得税征收管理若干问题的公告》（国家税务总局公告[2015]48号）等规定执行，在重组实施阶段，相关方按照法定程序申报后，税务机关方认定本次交易是否适用特殊性税务处理，若是则无需缴纳企业所得税；否则将按照一般性税务处理，上市公司应以税务机关认定的方式缴纳企业所得税，具体金额取决于交易发生时的实际情况，存在一定不确定性。关于本次交易相关的税费承担方、承担方式等事项须以税务机关最终确认的意见为准。

经核查，本独立财务顾问认为：上述税务处理原则的情况说明与我们对相关税务法规的理解无重大差异。本次交易涉及的税项主要包括企业所得税、营业税、增值税、土地增值税、契税及印花税等，其中营业税、增值税、土地增值税、契税及印花税等符合免征、不征的条件或者需缴纳金额较小，对分立后存续主体和分立主体不会产生重大不利影响，而企业所得税是否适用特殊性税务处理须以税务机关最终的确认意见为准。

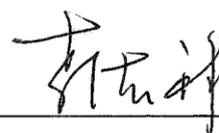
（以下无正文）

(本页无正文，为《摩根士丹利华鑫证券有限责任公司<关于<中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书>的回复报告>之专项核查意见》之签字盖章页)

财务顾问项目主办人：



周 辰



李德祥

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

2015 年 12 月 18 日

